

ЖАРТаньян и три маркетера, или «Совет четырех»

Сергей
ГЛУБОКИЙ

ГЛАВА 10.

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ СТРАТЕГИИ «БЕЛОГО СЛОНА» ДЛЯ ЗАЩИТЫ ОТ ВАЛЮТНЫХ РИСКОВ

Продолжение. Начало в № 1-9 за 2015 год.

ЭКСКУРСИЯ ПО «ЗООПАРКУ» ЗАКАНЧИВАЕТСЯ...

Этим материалом мы завершаем публикацию цикла статей о маркетинговых стратегиях, которые связаны с таким специфическим видом коммерческой деятельности, как арбитражирование.

– Кто-то считает арбитражеров простыми спекулянтами, которые своими форвардными контрактами и фьючерсами периодически вызывают глобальные финансовые и (или) экономические кризисы. Но! – Абрамис поднял палец вверх. – Во-первых, кризисы вызывают только те соглашения и ценные бумаги, которые можно отнести к так называемым «мыльным пузырям», а это могут быть и кредиты, и акции, и облигации, и векселя, и даже валюты некоторых государств. Во-вторых, в отличие от традиционной спекуляции, арбитражирование – это более высокий уровень бизнеса. В наше динамичное время многие промышленники и предприниматели готовы платить за гибкость поставок, снижение риска, информацию, скорость и многое другое, чему раньше они не придавали особого значения. А если есть те, кто готов

за что-то платить, появятся и те, кто готов эту плату брать. За соответствующие товары, работы, услуги, конечно. И даже в кризисных условиях...

– Кто же эти «быки», «медведи», «крокодилы», «слоны»? – спросил Портвос, а Артос поддержал его:

– Да. Непонятно, как они получают выгоду от кризисных ситуаций и как можно извлечь выгоду от сотрудничества с ними?

– Дело в том, что арбитражеры работают с деривативами – производными ценными бумагами в виде текстов срочных контрактов, а также складских, транспортных, залоговых, почтовых, гарантийных, страховых и других сертификатов, – начал свою лекцию Абрамис, а я быстренько вывел на экран стратегии и условия совершения арбитражных сделок, а также используемые деривативы в виде таблицы 1. – Поскольку еще со времен первых лондонских бирж для наименования спекулятивных стратегий использовались «звериные» названия, все это часто называют арбитражным «зоопарком».

– Получается, что стратегия арбитражирования включает в себя не только стратегию сбытовых переговоров, но и стратегию

реализации всей коммерческой сделки в целом, – предположил Артос.

– Безусловно, тактические приемы работы с покупателем актива, переговоров и торгов – основа арбитражирования, – ответил Абрамис, – но здесь еще много других маркетинговых, финансовых, психологических нюансов.

СТРАТЕГИЯ «БЫКА»: ИГРА НА ПОВЫШЕНИЕ

«Быки» работают с варрантами, риверсами и коносаментами. Первые два дериватива представляют собой складские свидетельства. Начнем с того, что попроще...

Простое складское свидетельство является подтверждением принятия на склад партии товара с указанием лица, которому может быть выдан товар. Двойное складское свидетельство, или варрант, отличается от простого тем, что представляет собой ценную бумагу и является документом, допускающим передачу. Варрант включает оговорку, позволяющую передавать его и право собственности на товар посредством индоссаментов (передаточных надписей). То есть варрант – это, по сути, залоговый сертификат, расположенный на одной из сторон двойного складского свидетельства. С точки зрения промежуточного покупателя товара, варрант – самая интересная для него часть свидетельства, поэтому он рассматривает ее как лицевую сторону ценной бума-

Таблица 1

Стратегии и условия арбитражирования (Арбитражный «зоопарк»)

Тип арбитражной стратегии	Обозначение	Расшифровка	Тип дериватива
	условия арбитражной сделки		
Стратегия «быка» – игра на повышение цены или котировки	СПОТ (от англ. spot – немедленный, текущий)	Поставка актива не позднее 2-го рабочего дня после заключения сделки	Варрант, риверс, коносамент
Стратегия «медведя» – игра на понижение цены или котировки	ФОРВАРД (от англ. forward – предварительно установленный)	Поставка актива в течение или по истечении установленного срока, начиная с 3-го рабочего дня, по фиксированной цене	Форвард, фьючерс
Стратегия «слона» – игра на повышение или на понижение в зависимости от ситуации на рынке	СВОП (от англ. swap (swop) – обмен с защитой)	Покупка или поставка актива с правом отказа от исполнения контракта одной из сторон	Двойной опцион, опцион до востребования, опцион с обратной премией
Стратегия «бабочки» – игра на повышение или на понижение вследствие малоинформированности	СПОТ-ФОРВАРД	Поставка актива с «плавающим» сроком по фиксированной цене	Варрант, риверс, коносамент, форвард, фьючерс
Стратегия «змеи» – игра на выгодном моменте оплаты	ФОРВАРД-СВОП	Покупка актива с правом отказа от исполнения контракта, опережения или запаздывания платежа	Фьючерс с оговорками типа «аут-райт» или «лидз-энд-лэгз»
Стратегия «крокодила» – игра на выгодном моменте выкупа	РЕПО (от франц. report – возвратный выкуп)	Поставка актива с обязательством последующего выкупа	Фьючерс на валюту или государственные краткосрочные обязательства (ГКО)

ги. Собственно складское свидетельство посредника интересует гораздо меньше, поэтому его называют риверсом (оборотной стороной). С точки зрения производителя-продавца товара, все несколько иначе, хотя и у него есть возможность воспользоваться варрантом как предметом залога. Но в приложении 1 обе части размещены в логичной (или даже, можно сказать, логической последовательности), ведь сначала надо произвести партию товара, а потом уже использовать ее как предмет купли-продажи или залога.

Варрант (от англ. warrant – доверенность, полномочие) пришел в маркетинг товаров промышленного и корпоративного назначения из биржевой торговли, где представляет собой сертификат на право покупки ценных бумаг (валюты) по установленной котировке (курсу) в течение определенного промежутка времени или бессрочно. Иногда предложение варранта вместе с комплектом корпоративных ценных бумаг (акций и облигаций) обеспечивало стимулирование покупки этого комплекта, поскольку под его залог посредник-пользователь мог получить онкольный кредит. Это средство биржевого маркетинга было взято на вооружение операторами товарно-сырьевых бирж, на которых варрант сначала играл роль свидетельства товарного склада о приеме на хранение партии товара. Затем функции товарного варранта расширились – и теперь это залогово-складской сертификат на право получения партии товара со склада изготовителя или на право получения ломбардного кредита. В случае если оптовик получает такой кредит для решения своих текущих проблем, варрант передается кредитору по индоссаменту аналогично векселю.

Интересно, что кредитор может осуществить дальнейшую передачу варранта, в частности даже самому держателю складского свидетельства при погашении им ссуды. Это плюс к тому, что варрант – эффективное средство защиты производственно-коммерческой деятельности предприятия от риска контактов с недобросовестными посредниками. Варрант переходит от одного оптовика к другому, партия товара много раз меняет своего владельца, хотя может оставаться на одном и том же месте – складе изготовителя. Понятно, что работа с такой ценной бумагой очень удобна для оптовиков-посредников, налаживающих связи между промышленниками. Производственники тоже в накладе не остаются – ускоряется сбыт и снабжение, а наценки оптовиков

минимальны или вовсе отсутствуют, поскольку расходы и потери оптовиков компенсируются ломбардным кредитом. Партия же не покинет склада до тех пор, пока за ней не явится снабженец предприятия, использующего ее в своем производстве. Если купля-продажа состоялась и взят ломбардный кредит под залог данного актива, то ценная бумага приобретает статус экс-варранта (ex-warrants), т.е. она теперь не дает права на использование ее в качестве залогового сертификата. При погашении кредита приставка «экс» убирается, и риверс снова приобретает возможности варранта.

Для «быка» интерес еще и в том, что варрант защищает его в ситуациях, если прогноз не оправдался и приходится ждать, когда цена на актив повысится, более длительный промежуток времени, чем он рассчитывал. Тогда на сумму ломбардного кредита «бык» может приобрести иные товарно-материальные ценности, в ликвидности которых на данный момент времени он более уверен и «поиграть» на повышение пока только с ними.

Например, «бык» приобрел партию нержавеющей стали в виде варранта на сумму 40 000 EUR, предполагая сыграть с ней на повышение в течение недели. Однако прогноз оказался ошибочен – цена на «нержавейку» не поднялась. Под залог этого варранта «бык» берет в банке ломбардный кредит на закупку партии алюминия на сумму 20 000 EUR и удачно играет с ней на повышение, в течение следующей недели распродавая актив на сумму 24 000 EUR. Пусть даже кредит получен на «драконовских условиях» и банку приходится отдать 1000 EUR в качестве процентов по кредиту, но если еще через неделю все-таки поднимется цена и на сталь, то «бык» получит общий доход от игры на повышение:

$$D_{\text{кб}} = (45\,000 - 40\,000) + (24\,000 - (20\,000 + 1000)) = 5000 + 3000 = 8000 \text{ EUR.}$$

Такой расчет, произведенный изготовителем товара и представленный потенциальному покупателю-«быку», производит на него сильное впечатление, даже если у исходного актива спорная ликвидность. Это веский аргумент при переговорах о передаче варранта на партию товара.

Однако варрант не только средство сбыта, но и оригинальный инструмент рекламы и промоции марки изготовителя. Разработчики сырья и материалов, производители оригинальных комплек-

тующих изделий, компонентов и полуфабрикатов используют варранты для продвижения на рынок своего товарного знака и рекламы ассортимента продукции, заявления о себе на крупнейших товарно-сырьевых биржах мира.

Согласно Гражданскому кодексу Республики Беларусь товарный склад, помимо складской квитанции, может выдавать складские документы, являющиеся ценными бумагами – простое складское свидетельство (далее – ПСС) и двойное складское свидетельство (ДСС).

ПСС должно содержать:

- наименование и место нахождения товарного склада, принявшего товар на хранение;
- текущий номер складского свидетельства по реестру склада;
- наименование и количество принятого на хранение товара – число единиц и (или) товарных мест и (или) мера (вес, объем) товара;
- срок, на который товар принят на хранение, если такой срок устанавливается, либо указание, что товар принят на хранение до востребования;
- размер вознаграждения за хранение либо тарифы, на основании которых он исчисляется, и порядок оплаты хранения;
- дата выдачи складского свидетельства.

Кроме того, ПСС – ценная бумага на предъявителя, что также должно быть указано на бланке. По Положению о двойных и простых складских свидетельствах, утвержденному Государственным комитетом по ценным бумагам Республики Беларусь 4 мая 2001 г., ДСС отнесено к именованным ценным бумагам. В этом заключается первое отличие ДСС от ПСС.

Второе отличие – ДСС должно содержать, помимо вышеприведенных 6 пунктов, наименование юридического или имя физического лица, от которого принят товар на хранение, а также место нахождения или место жительства товаровладельца. Возможно, что на первых порах это требование будет сдерживать активное оформление ДСС белорусскими предприятиями и гражданами, но когда они поймут, что взаимное доверие между партнерами может быть достигнуто в ходе первых же сделок, оно не будет препятствием развитию варрантов в Беларуси.

Кстати, наличие варранта – третье отличие ДСС от ПСС. Однако, вопреки общепринятому подходу, варрант сводится только к залоговому свидетельству и хотя, может быть, отделен от складского свидетельства, все же является составляющей ДСС.

Между тем варрант должен быть самостоятельной ценной бумагой. И в Республике Беларусь делается попытка придать ему такой статус, поскольку в Гражданском кодексе указано, что каждая из двух частей ДСС – и складское свидетельство, и залоговое – являются ценными бумагами. Они могут быть отделены одно от другого и могут передаваться вместе и порознь по передаточным надписям. Но далее в Гражданском кодексе требуется, чтобы в каждой части ДСС были одинаково указаны вышеуказанные данные. Это означает, что в залоговом свидетельстве (варранте) необходимо продублировать данные складского свидетельства. Причем обе части ДСС должны иметь идентичные подписи уполномоченного лица и печати товарного склада.

К оформлению ДСС, как видно, подход строгий, и это правильно с точки зрения «оцивилизовывания» бизнеса. Но не настолько строгий, как к оформлению векселей. Важное преимущество ПСС и ДСС перед другими ценными бумагами – отсутствие необходимости получать разрешение на их выпуск и регистрировать в государственных контрольных органах. Варранты, как и векселя, передаются посредством индоссаментов, но при этом не нужно удостоверяться в соответствии ценной бумаги всем тонкостям вексельного законодательства.

К оформлению ПСС подход еще менее строгий, хотя причины этого неясны. Может быть, дело в «залоговом потенциале» варранта? Но ведь согласно Гражданскому кодексу товар, принятый на хранение по ПСС, также может быть в течение его хранения предметом залога. Как же это должно оформляться? Скорей всего, превращение ПСС в ДСС производится путем придания ему варранта. Но это нереально в связи с указанием «на предъявителя» и отсутствием наименования товаровладельца.

Наличие же обеих частей ДСС дает право держателю распоряжаться хранящимся на складе товаром в полном объеме, т.е. товарный склад выдает товар не иначе как в обмен на оба свидетельства – и складское, и залоговое. Очень удобно, что их держатель вправе требовать выдачи товара по частям. При этом в обмен на первоначальные свидетельства ему должны выдаваться новые свидетельства на товары, оставшиеся на складе. Держатель только складского свидетельства, которое отделено от залогового, вправе распоряжаться товаром, т.е. работать по его дальнейшему продвижению на рынок, но не может забрать партию со склада до погашения

кредита, выданного по варранту. Держателю складского свидетельства, который не имеет залогового, но внес сумму долга по нему, товар выдается складом в обмен на складское свидетельство при условии представления вместе с ним квитанции об уплате всей суммы долга по варранту. Интересно, что если держатель складского свидетельства и держатель залогового – разные субъекты, то последний имеет право залога на товар в размере выданного по залоговому свидетельству кредита и процентов по нему.

ДАЖЕ С УЧЕТОМ НЕУСТОЙКИ...

Коносамент – производная ценная бумага в виде транспортного сертификата. Удобство для покупателя-посредника, предоставляемое коносаментом потребителю в соответствии с ISO 9000, заключается в том, что партия товара уже погружена на транспортное средство (это особенно важно при арбитражировании!). Первоначально коносаменты выпускались исключительно на партии товара, перевозимые речным и морским транспортом, однако с развитием информационных технологий и беспроводной электронной почты этот вид деривативов в смысле вида транспорта рассматривается более широко.

Например, партия листового титана на сумму 50 000 USD находится в погруженном состоянии на железнодорожном вокзале в Верхней Салде. «Бык» приобрел эту партию в виде коносамента, предполагая сыграть с ней на повышение за счет разницы цен на региональных рынках и резкого изменения рыночной конъюнктуры (титан – стратегическое сырье и при появлении на планете т.н. «горячих точек» цена на него существенно возрастает). Так, с учетом транспортных расходов удалось продать указанный актив на следующий день за 60 000 USD покупателю во Пскове, а еще через день (пока железнодорожный состав двигался в европейскую часть Российской Федерации) – за 70 000 USD покупателю в Мурманске. Даже если штрафные санкции по соглашению с псковским покупателем составят 2000 USD, «бык» получит общий доход от игры на повышение:

$$D_{\text{«Б»}} = (70\,000 - 60\,000) + (60\,000 - 50\,000 - 2000) = 10\,000 + 8000 = 18\,000 \text{ USD.}$$

Такой расчет, произведенный разработчиком сырья и материалов и представленный потенциальному покупателю-«быку», производит на него сильное

впечатление, даже если у исходного актива спорная ликвидность. Это веский аргумент при переговорах о продаже коносамента на партию товара.

Как видно, «быки» – настоящие трудяги (отсюда и название стратегии!). Они грузят товар на свой воз или впрягаются в уже готовую телегу и тянут все это дело на другой рынок, где надеются продать подороже, т.е. сыграть на повышение. Этим они отличаются от «медведей», стремящихся сыграть на понижение.

СТРАТЕГИЯ «КРОКОДИЛА»: ИГРА НА МОМЕНТЕ ВЫКУПА

Вопреки расхожим стереотипам, сделки на условиях РЕПО (табл. 1), довольно распространены на валютно-фондовых биржах СНГ. Это уже, конечно, уровень биржевого маркетинга, но и здесь имеют значение искусство ведения сбытовых переговоров, умение обосновать цену актива, по которой Вы его распродаете, и просчитать цену, по которой будете его выкупать обратно.

Почему такой подход назвали стратегией «крокодила»?

Потому, что якобы африканский крокодил в свою Большую Реку и обратно ползет всегда строго по одной и той же тропинке. Это, вероятно, и вызвало соответствующую ассоциацию: идет «туда» – распродает, ползет «оттуда» – выкупает.

Вы думаете, самый интересный вопрос: КУДА это «туда»? Нет, с этим все ясно – на торги и аукционы валютной или фондовой биржи. Гораздо важнее вопросы: КОГДА «крокодил» идет туда и КОГДА наступает выгодный момент выкупа?

Здесь, конечно, тоже важны маркетинговые исследования, но не столько спэйс-, сколько тайм-мониторинг рынка. «Крокодилы» так же, как и «змеи», играют на временных эффектах, влияющих на курс валюты или котировку ценной бумаги. Но «змеи» мониторят небольшие интервалы: день, неделя, максимум – две недели. И связывают их с локальной сделкой. «Крокодилы» же куда прозорливее. Их интересуют глобальные сроки (месяц, квартал, год) и глобальные же сферы (отрасль промышленности, сектор экономики, регион или страна в целом).

Как ни парадоксально, несмотря на глобальность подхода, они выигрывают гораздо чаще и больше, чем «змеи». Все-таки «змея» во многом полагается на удачу, и малейшее случайное колебание курса относительно сделанного прогноза может суще-

ственно подвести ее. Настолько существенно, что арбитражная сделка принесет убытки. «Крокодил» тоже может допустить ошибку, но она будет незначительной. В минусе арбитражный доход не окажется, хотя по сумме может быть меньше, чем мог бы быть. Но доход все равно больше, чем у «змеи», поскольку «крокодил» охотится на крупную дичь и «сидит» в глобальном сегменте рынка. Назовем это «эффектом Большой Реки».

К тому же, в качестве «крокодила» чаще всего выступает эмитент ценной бумаги (акции, облигации, сертификата, векселя, опциона), выпустившей ее в обращение на биржевой или внебиржевой рынок. Кто как не он лучше всех знает параметры, от которых зависит котировка или цена актива? Назовем это «эффектом хозяина».

Третий эффект, на котором играет «крокодил», известен всем, хотя не все знают, как им можно пользоваться. Его называют «эффектом 20-х чисел».

Что происходит в 20-х числах каждого месяца? Всем предприятиям резко становятся нужны рубли. И в больших количествах! Это связано с необходимостью подготовки финансовых средств для выплаты авансов по заработной плате сотрудников и, конечно же, налогов, которых у нас очень много. «Эффект 5 чисел» тоже имеет место быть, но он, конечно, не такой сильный (все-таки только зарплата; по сравнению с налогами – суммы поменьше!).

Финансовое планирование по тем или иным причинам «хромает» на подавляющем большинстве субъектов хозяйствования. Денег на счете не хватает, приходится «сбрасывать» свободно и частично конвертируемую валюту, небанковские векселя и сертификаты, корпоративные и государственные облигации по довольно-таки низким курсам и ценам. Кое-что достается «быкам», надеющимся впоследствии сыграть на повышение, но в основном в 20-х числах работают «крокодилы», выкупающие собственные ценные бумаги назад. Не все их клиенты становятся «бабочками». Скажем, продажа государственных казначейских облигаций (ГКО) в убыток не то чтобы запрещена, но очень интересно облагается налогом на прибыль и доходы.

Налогооблагаемая база:

$$\Pi_H = \Pi_O - \Pi_{HeO} = \Pi_O - (-Y) = \Pi_O + Y,$$

где Π_H – прибыль налогооблагаемая;

Π_O – прибыль от основной деятельности, облагаемая налогом на прибыль;

Π_{HeO} – прибыль или доходы от неосновной деятельности, возможно, облагаемая иными налогами (скажем, от деятельности на рынке ценных бумаг);

Y – убытки по неосновной деятельности.

Таким образом, минус на минус дает плюс и с убытка приходится... платить налог на прибыль.

«Крокодилы» это тоже понимают и вполне дают своим клиентам заработать некоторый доход по пакету облигаций. Те чувствуют себя не «бабочками», а вполне реальными «быками»: все-таки как-никак на повышение сыграть удалось.

Но еще один важный вопрос – НАСКОЛЬКО удалось?

Если облигация обещала доходность на уровне 10-12% годовых, а «бык» по вине своего финансового директора, плохо спланировавшего расходы-доходы, успел (до 20-х чисел) получить доход на уровне 3-5% годовых, то остальные 7% годовых пошли в доход «крокодила».

Допустим, «бык» купил у «крокодила» на биржевом аукционе пакет облигаций (1000 шт.) за 90 млн руб. Номинал каждой облигации 100 тыс. руб. Если «бык» дождется погашения этой облигации через год по номиналу, то он получит доход на уровне 11,11% годовых (в десятичном виде $10 / 90 = 0,1111$). Но если случилось так, что «бык» не рассчитал и ему приходится продавать этот пакет через полгода (в 20-х числах, разумеется), то «крокодил» выкупает его обратно, скажем, по цене 91,8 млн руб. В пересчете на годовое исчисление это будет означать для «быка» получение дохода в 4% (в десятичном виде $1,8 / 90 \times 2 = 0,02 \times 2 = 0,04$). Доход «крокодила» по истечении оставшейся половины года составит 7,11% (в десятичном виде $0,1111 - 0,04 = 0,0711$).

«МЕДВЕДЬ» ПРОТИВ «КРОКОДИЛА»

– «А в Большой Реке Крокодил лежит, и в зубах его не огонь горит, – солнце красное, солнце краденое. Подошел Медведь тихонько, толкнул его легонько: «Говорю тебе, злодей, выплюнь солнышко скорей! А не то, гляди, поймаю, пополам переломаю, – будешь ты, невежа, знать Наше солнце воровать!» Корней Чуковский «Краденое солнце», – процитировал Артос.

С «крокодилом» трудно, да и не нужно бороться. Лучше выстраивать собственную стратегию арби-

тражирования и заключать форвардные контракты на покупку-продажу тех же активов, т.е. работать по стратегии «медведя». Тогда Вы будете уверены, что сможете продать пакет облигаций по зафиксированной в соглашении цене.

Допустим, «медведь» купил у «крокодила» на биржевом аукционе пакет облигаций (1000 шт.) за 90 млн руб. и тут же заключил форвардное соглашение с «бабочкой» на его продажу через полгода по цене 95 млн руб. Доход «медведя» в пересчете на годовое исчисление в этом случае составит 11,11% (в десятичном виде $5 / 90 \times 2 = 0,05555 \times 2 = 0,1111$).

Вообще-то, «медведь» здесь сработал по нехарактерной для него схеме $D = -P + B$ (табл. 1), поскольку закупил активы заранее и игрой на понижение это не назовешь.

Но вполне возможно, что «медведь» закупит пакет у «быка» из предыдущего примера в день исполнения своего форварда за 92,7 млн руб., перехватив его у «крокодила». В пересчете на годовое исчисление это будет означать для «быка» получение дохода в 6% (в десятичном виде $2,7 / 90 \times 2 = 0,03 \times 2 = 0,06$), и при сбытовых переговорах «медведя» с «быком» это будет определяющим аргументом. Доход «медведя» по истечении оставшейся половины года, когда «крокодил» будет вынужден погасить облигации по номиналу 100 тыс. руб., составит 4,11% (в десятичном виде $0,1111 - 0,06 = 0,0411$). Это пример исхода «выигрыш & выигрыш» между «быком» и «медведем». Ну а «крокодил» в такой ситуации остался «при своих».

Между прочим, на этом примере можно проследить главную мысль статьи. Из двух (и даже трех!) договаривающихся сторон никто может не проиграть, т.е. не оказаться в минусе. Если, конечно, продавец, покупатель (и третье лицо!) владеют приемами ведения сбытовых переговоров и методиками обоснования предмета торгов.

СТРАТЕГИЯ «СЛОНА»:

ИГРА НА ПОВЫШЕНИЕ ИЛИ ПОНИЖЕНИЕ

Прикидывая доходы «быка», «медведя» и «крокодила» от арбитражных сделок, мы не особенно обращали внимание на их величину по сравнению с расходами, которые они несут. Между тем это очень важный вопрос, особенно если арбитражер кредитует свои расходы, и его прежде всего интересует, сумеет ли он вернуть заемные деньги, не изымая средства из коммерческого проекта. Если же мы на-

чинаем сравнивать между собой величины расходов и доходов, то это означает наш первый шаг по реализации стратегии «слона» или даже «белого слона».

В классическом понимании стратегия «слона» означает игру на повышение или понижение, при которой расходы превышают потенциальные доходы. Арбитражер в лучшем случае может погасить проценты по кредиту, который он брал для совершения коммерческой сделки, но вернуть весь основной долг у него не получится.

При реализации стратегии «белого слона» расходы меньше доходов. Арбитражер может спокойно вернуть заемные средства вместе с процентами и у него останутся собственные активы для продолжения коммерческой деятельности.

Рассмотрим сделку, считающуюся «высшим пилотажем» арбитражирования – двойной (или стеллажный) опцион, когда арбитражер имеет возможность сыграть и на повышение, и на понижение в рамках одного и того же соглашения. Допустим, в рамках заключенного (возможно, с «медведем») договора «слон» приобретает листовую титан по достаточно низкой цене. Но тут с Верхней Салды на товарно-сырьевую биржу приходит крупная партия титана, цена актива резко падает, и «слон» расширяет закупки в рамках того же соглашения. Малоинформированный «медведь» видит только краткосрочную тенденцию к снижению цены актива и планирует сыграть на понижение. К тому же ее хорошо мотивирует сумма дополнительной опционной премии, предложенной «слоном». Поэтому легко соглашается понизить цену. Но проходит срок исполнения опциона, и «слон» обыгрывает «медведя»: титан – стратегическое сырье и общая долгосрочная тенденция роста цен, естественно, положительная. В математическом виде эта операция выглядит следующим образом:

$$D_{\text{«C»}} = -P_{\text{«C»}} - P'_{\text{«C»}} + B_{\text{«C»}} = -30\,000 - 20\,000 + 2 \times 35\,000 = +20\,000 \text{ USD}$$

$$(D_{\text{«C»}} < P_{\text{«C»}} + P'_{\text{«C»}}),$$

где $P_{\text{«C»}}$ – сумма расходов, понесенных «слоном»-арбитражером при закупке актива с учетом опционной премии;

$P'_{\text{«C»}}$ – сумма дополнительных расходов, понесенных «слоном» при расширении объема сделки в условиях снижающейся цены актива;

$B_{«C»}$ – сумма выручки от реализации актива «медведю» по более высокой цене (умножение на 2 означает, что «слон» поставяет две партии титана – основную и дополнительную).

Или наоборот! «Слон» получает от «быка» средства на закупку титана в рамках срочного договора. «Бык» уже считает себя сильно продвинутым оператором рынка и вполне гордится собой: мало того, что удалось раскрутить «слона» на такую опционную премию, так еще он уловил долгосрочную тенденцию изменения цены на титан и надеется сыграть на повышение. Цены в самом деле растут, и «слон» (а, возможно, и сам «бык»!) предлагает расширить объем сделки и общую сумму опционной премии. Переговоры проходят очень быстро и к обоюдному удовольствию. Каково же разочарование «быка», когда в день исполнения опциона на биржу все с той же Верхней Салды вбрасывается крупная партия титана, и «слон» приобретает ее по очень низкой цене:

$$D_{«C»} = +B_{«C»} + B'_{«C»} - P_{«C»} = +40\,000 + 50\,000 - 2 \times 35\,000 = +20\,000 \text{ USD}$$

$$(D_{«C»} < P_{«C»}),$$

где $B_{«C»}$ – сумма, поступившая на счет «слона» по срочному договору с «быком»;

$B'_{«C»}$ – сумма, дополнительно поступившая на счет «слона» в связи с расширением объема сделки в условиях роста цены актива;

$P_{«C»}$ – сумма расходов, понесенных «слоном» при закупках актива по низкой цене (умножение на 2 означает, что «слон» приобретает две партии титана – основную и дополнительную).

Ну а теперь попытайтесь представить, что обе эти операции «слон» имеет право произвести в рамках одного соглашения, которое и называется стеллаж-опцион. Отметим, что второй вариант реализации опциона для «слона» предпочтительней: он не связывает собственные оборотные средства, а работает с деньгами «медведя».

СТРАТЕГИЯ «БЕЛОГО СЛОНА»: ИГРА НА ПРЕВЫШЕНИИ ДОХОДА НАД РАСХОДАМИ

Да, партнеру «слона» в зависимости от рыночной ситуации приходится примеривать на себя маски «быка» и «медведя», хотя если бы он был честен с собой, то признался, что на самом деле ему при-

ходится идти по гибельной стратегии «бабочки». Результативность работы «слона» положительная, но все-таки иначе, чем топтание на месте, ее охарактеризовать трудно. Доходы невысоки по сравнению с расходами, которые требуются для осуществления коммерческих сделок.

В рамках заключенного с «бабочкой» договора «белый слон» приобретает листовой титан по достаточно низкой цене. Но тут с Верхней Салды на товарно-сырьевую биржу приходит крупная партия титана, цена актива резко падает, и «белый слон» расширяет закупки в рамках того же соглашения. «Бабочка» повторяет ошибку «медведя» из предыдущего примера, видит только краткосрочную тенденцию к снижению цены актива и планирует сыграть на понижение. К тому же ее хорошо мотивирует сумма дополнительной опционной премии, предложенной «белым слоном». Поэтому она легко соглашается понизить цену. Но проходит срок исполнения опциона, и «белый слон» обыгрывает «бабочку». Титан – стратегическое сырье и, как только на планете появляется новая «горячая точка» или совершается теракт, его котировки резко подсакивают. В математическом виде эта операция выглядит следующим образом:

$$D_{«BC»} = -P_{«BC»} - P'_{«BC»} + B_{«BC»} = -30\,000 - 20\,000 + 2 \times 52\,500 = +55\,000 \text{ USD}$$

$$(D_{«BC»} > P_{«BC»} + P'_{«BC»}),$$

где $P_{«BC»}$ – сумма расходов, понесенных «белым слоном»-арбитражером при закупке актива с учетом опционной премии;

$P'_{«BC»}$ – сумма дополнительных расходов, понесенных «белым слоном» при расширении объема сделки в условиях снижающейся цены актива;

$B_{«BC»}$ – сумма выручки от реализации актива «бабочке» по более высокой цене (умножение на 2 означает, что «белый слон» поставяет две партии титана – основную и дополнительную).

Благодаря резкому скачку цен на титан, доход по сделке превышает сумму расходов и удаётся именно стратегия «белого слона». Но поскольку мы опять же рассматриваем двойной опцион, возможен и другой вариант его исполнения.

«Белый слон» получает от «бабочки» средства на закупку титана в рамках все того же стеллаж-опциона, поскольку она уловила долгосроч-

ную скачкообразную тенденцию изменения цены на титан и надеется сыграть на повышение. Цены в самом деле растут, и «слон» (а, возможно, и сама «бабочка»!) предлагает расширить объем сделки и общую сумму опционной премии. Переговоры опять же проходят очень быстро и к обоюдному удовольствию. Каково же разочарование «бабочки», когда в день исполнения опциона на биржу все с той же Верхней Салды вбрасывается крупная партия титана и «слон» приобретает ее практически за бесценок:

$$D_{\text{«BC»}} = +V_{\text{«BC»}} + V'_{\text{«BC»}} - P_{\text{«BC»}} = +35\,000 + 55\,000 - 2 \times 20\,000 = +50\,000 \text{ USD}$$

$$(D_{\text{«BC»}} > P_{\text{«BC»}}),$$

где $V_{\text{«BC»}}$ – сумма, поступившая на счет «белого слона» по опциону с «бабочкой»;

$V'_{\text{«BC»}}$ – сумма, дополнительно поступившая на счет «белого слона» в связи с расширением объема опциона в условиях роста цены актива;

$P_{\text{«BC»}}$ – сумма расходов, понесенных «белым слоном» при закупках актива по низкой цене (умножение на 2 означает, что «белый слон» приобретает две партии титана – основную и дополнительную).

Теперь, как видим, ситуация другая. Доходы от арбитражирования, хоть и не на порядок, но превышают расходы, а значит, будут погашены краткосрочные кредиты, выплачены все необходимые налоги и заработная плата торговому персоналу. И на развитие бизнеса деньги остались! «Белый слон» вполне может позволить себе выдуть своим хоботом «победную песню».

Как вы уже, наверное, догадываетесь, «бык» и «медведь» тоже могут «побелеть», если обеспечат своим коммерческим сделкам доходы, превышающие расходы.

Сравним схему получения дохода по стратегиям «быка» и «белого быка»:

$$D_{\text{«Б»}} = -P_{\text{«Б»}} + V_{\text{«Б»}} = -100 + 120 = +20 \text{ млн руб.}$$

$$(D_{\text{«Б»}} < P_{\text{«Б»}}),$$

$$D_{\text{«ББ»}} = -P_{\text{«ББ»}} + V_{\text{«ББ»}} = -100 + 210 = +110 \text{ млн руб.}$$

$$(D_{\text{«ББ»}} > P_{\text{«ББ»}}),$$

где $P_{\text{«Б»}}$ и $P_{\text{«ББ»}}$ – суммы расходов, понесенных соответственно «быком» и «белым быком» при закупке актива для его последующей перепродажи на другом рынке;

$V_{\text{«Б»}}$ и $V_{\text{«ББ»}}$ – суммы выручки от реализации актива на другом рынке соответственно «быком» и «белым быком».

Если попытаться так же коротко описать схемы получения дохода по стратегиям «медведя» и «белого медведя», то они будут выглядеть следующим образом:

$$D_{\text{«М»}} = +V_{\text{«М»}} - P_{\text{«М»}} = +120 - 100 = +20 \text{ млн руб.}$$

$$(D_{\text{«М»}} < P_{\text{«М»}}),$$

$$D_{\text{«БМ»}} = +V_{\text{«БМ»}} - P_{\text{«БМ»}} = +210 - 100 = +110 \text{ млн руб.}$$

$$(D_{\text{«БМ»}} > P_{\text{«БМ»}}),$$

где $V_{\text{«М»}}$ и $V_{\text{«БМ»}}$ – суммы, поступившие на счета соответственно «медведя» и «белого медведя» по форвардным контрактам;

$P_{\text{«М»}}$ и $P_{\text{«БМ»}}$ – суммы расходов, понесенных соответственно «медведем» и «белым медведем» по закупке необходимых активов для их последующих поставок по форвардным контрактам.

Конечно, от перемены мест слагаемых сумма не меняется, но разница в схемах осуществления сделок и получения дохода – принципиальная! Всегда «приятнее» рисковать чужими деньгами, чем своими. Важно быть уверенным, что удастся сыграть по стратегии «белого быка», «белого медведя» или «белого слона» и своевременно расплатиться со своими партнерами и кредиторами, оставив при этом сумму оборотных средств для продолжения своей коммерческой деятельности.